

中通诚资产评估有限公司关于深圳证券交易所 《关于对亚夏汽车股份有限公司的重组问询函》的回复

深圳证券交易所：

亚夏汽车股份有限公司于 2018 年 5 月 11 日收到了深圳证券交易所下发的《关于对亚夏汽车股份有限公司的重组问询函》(中小板重组问询函(需行政许可))[2018]第 12 号，以下简称“问询函”)，中通诚资产评估有限公司作为本次重组的置入资产评估机构，现根据《问询函》的要求，就相关问题进行核查并回复如下：

二、评估估值类

4、本次交易中，评估机构对拟置入资产采用收益法和市场法进行评估。截至 2017 年 12 月 31 日，拟置入资产经审计净资产账面价值为 100,031.4 万元，收益法评估价值为 1,853,500 万元，较其账面价值增值率为 1,752.92%；市场法评估价值为 1,921,200 万元，较其账面价值增值率为 1,820.6%。请补充说明以下事项，并请独立财顾问、评估机构核查发表明确意见。

(1)拟置入资产最近三年股权转让、增资的价格与本次交易价格的差异以及存在差异的原因和合理性；

回复：

一、最近三年股权转让、增资作价情况

序号	时间	事件	内容	作价情况
1	2015 年 6 月	股权转让	鲁忠芳、郭世泓、刘斌、张永生分别将其持有的中公有限 70 万元、10 万元、10 万元、10 万元出资额以 1 元/1 元出资额的价格转让给王振东	股权转让价格对应中公教育 1,000 万元的估值
2	2015 年 7 月	股权转让	鲁忠芳将其持有的中公有限 750 万元出资额中的 220 万元转让给新增股东李永新	股权转让价格对应中公教育 1,000 万元的估值
3	2015 年 8 月	增资	航天产业、广银创业、基锐科创分别以现金增资 15,000.00 万元、10,000.00 万元、5,000.00 万元，增资后分别取得中公有限 5%、3.33%及 1.67%股权	对应中公教育增资后 300,000 万元的估值

注：中公有限系中公教育前身。

二、最近三年股权转让及增资作价与本次交易价格差异以及存在差异的原因

和合理性

1、2015 年 6 月，鲁忠芳、郭世泓、刘斌、张永生分别将其持有的中公有限 70 万元、10 万元、10 万元、10 万元出资额以 1 元/1 元出资额的价格转让给王振东，系为肯定王振东作为中公有限核心创始人之一对公司发展做出的重要贡献，更好的通过股权方式对其进行激励，因此该次交易系出于股权激励目的所发生的股权转让，不属于市场化的交易，与本次交易不具有可比性。

2、2015 年 7 月，鲁忠芳将其持有的中公有限 750 万元出资额中的 220 万元转让给李永新，鲁忠芳和李永新系母子关系，本次转让系解除鲁忠芳和李永新之间的股权代持关系，还原标的公司真实的出资结构，因此该交易不属于市场化的交易，与本次交易不具有可比性。

3、2015 年 8 月，航天产业、广银创业、基锐科创增资时中公教育的估值为 30 亿元，与本次交易作价差异较大，主要原因为当时中公教育的盈利能力与目前具有较大差异，具体如下：

2015 年 8 月航天产业、广银创业、基锐科创向中公有限增资的价格主要基于对标的公司 2015 年净利润的预测值，当时各方对中公有限 2015 年净利润的预测值为 1 亿元(最终实现了 1.61 亿元，扣非后净利润为 1.58 亿元)，按照 1.58 亿元计算市盈率为 18.98，而本次交易的市盈率为 19.91，本次交易市盈率较增资时的市盈率略高，主要原因为经过近几年的发展，中公教育的管理能力、研发能力、教学方法等方面均有较为明显的提升，中公教育的持续盈利能力增强，提升了中公教育的价值。中公教育营业收入从 2015 年度的 207,586.04 万元大幅提升至 2017 年度的 403,125.73 万元，归属于母公司股东的净利润已经从 2015 年度的 16,104.51 万元增长至 2017 年度的 52,483.72 万元，盈利能力大幅提升；同时，随着盈利能力的提升，中公教育归属于母公司股东权益由 2015 年末的 38,031.80 万元增长至 2017 年末的 100,031.40 万元。根据本次交易的业绩承诺，中公教育 2018 年扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润数不低于 9.30 亿元，为 2015 年预测净利润的 930%，为 2015 年实际净利润的 577.48%。

三、核查意见

经核查，评估机构认为：拟置入资产最近三年股权转让、增资的价格与本次交易价格存在的差异具有合理性。

(2)评估机构在采用市场法对拟置入资产进行评估时所选取的市场案例是否具有代表性,《报告书》在第十一章中“拟置入资产的竞争地位和竞争优势”部分认为中公教育主要竞争对手包括了北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司(以下简称“华图教育”),而评估机构未选取华图教育作为市场法下市场案例的主要原因及合理性;

回复:

一、未选取华图教育作为市场法下市场案例的主要原因及合理性

中公教育主要竞争对手为华图教育,本次市场法评估中未选取华图教育作为市场法案例的原因为:

1、评估值反映的是评估标的在评估基准日时点的价值,华图教育虽然曾经是全国中小企业股份转让系统(新三板)上市公司,但其在2017年12月19日公告将申请在“新三板”摘牌,并于2018年2月12日正式摘牌。评估基准日华图教育处于停牌状态,无交易数据,因此本次市场法评估中未选取华图教育作为市场法案例。

2、新三板上市公司相对A股上市公司而言交易,交易活跃度低,股票变现能力差,且不同股票市场的差异,无法进行合理的定量修正,因此本次市场法评估中未选取新三板上市的华图教育作为市场法案例。

综上所述,选取华图教育作为市场法案例不具有可操作性,本次评估未选取华图教育作为市场案例是合理的。

二、核查意见

经核查,评估机构认为:选取华图教育作为市场法案例不具有可操作性,本次评估未选取华图教育作为市场案例是合理的。

(3)评估机构在分析拟置入资产定价公允性时与同行业上市公司进行了对比分析,但紫光学大与新南洋、东方时尚在市净率和动态市盈率方面存在较大差异。请说明评估机构选取的三家同行业上市公司相关指标差距较大的主要原因、选取平均值的有效性及其可比性。

回复:

一、市场法中可比上市公司的选择标准

1、有一定时间的上市交易历史

考虑到上市公司比较法评估操作时需要进行一定的统计处理，需要一定的股票交易历史数据，因此一般需对比对象要有一定时期的上市历史；另一方面，可比对象经营情况要相对稳定一些，有一定时间的交易历史将能有效保证可比对象的经营稳定性。可比对象的上市交易历史至少在24个月左右。

选取可比上市公司时要求有一定时间的上市交易历史，不选取新上市公司发行价的原因：

(1)由于我国股票市场尚不成熟，从大多数A股上市公司上市交易后的价格变动情况来看，股票上市后往往要经过较长一段时间的波动调整才能趋于平稳。

(2)考虑到上市公司比较法评估操作时需要进行一定的统计处理，因此一般需对比对象要有一定时期的上市历史；

(3)有一定时间的交易历史将能有效保证可比对象的经营稳定性。

2、经营业务相同或相似并且从事该业务的时间不少于24个月

经营业务相同或相似主要是为了满足可比对象与被评估企业从事相同或相似业务，企业生产的产品或提供的服务相同或相似，或企业的产品或服务都受相同经济因素的影响。

可比对象从事该经营业务的时间不少于24个月，主要是避免可比对象由于进行资产重组等原因而刚开始从事该业务的情况。

3、企业生产规模相当

企业生产规模相当实际就是要求资产规模和能力相当，这样可以增加可比性。由于可以采取规模修正方式修正规模差异，因此此处的要求在必要时可以适当放宽。

4、企业的经营业绩相似

所谓经营业绩相似就是可比对象与被评估企业经营业绩状态应该相似。要求可比对象与被评估企业在经营业绩方面相似主要是考虑对于投资者而言，盈利企业的投资风险与亏损企业的投资风险是有较大差异的，因此在选择可比对象时，最好减少这方面差异所产生的影响。

5、预期增长率相当

预期增长率相当实际就是要求企业的未来成长性相当，增加可比性。

6、其他方面的补充标准

主要是指在可能的情况下，为了增加可比对象与被评估资产的可比性，进一步要求可比对象在经营地域、产品结构等方面可比。

二、选择可比公司的理由

经查询，教育板块分类中的教育行业上市公司共计4家，详情见下表：

序号	证券代码	证券名称	首发上市日期	主营业务
1	600661.SH	新南洋	1993-06-14	教育服务、精密制造、数字电视与信息服务
2	603377.SH	东方时尚	2016-02-05	驾培服务、陪练服务
3	000526.SZ	*ST 紫学	1993-11-01	个性化 1 对 1 智能辅导、个性化小组课、国际教育、房屋租赁、设备租赁
4	002659.SZ	凯文教育	2012-03-09	钢结构工程收入、钢板预处理销售

上表中：

剔除2018年1月24日由“江苏中泰桥梁钢构股份有限公司”更名为“北京凯文德信教育科技股份有限公司”，主营业务——钢结构工程业务占比较大的上市公司1家，凯文教育(序4)；

剔除正在停牌进行重大资产重组的上市公司1家，*ST紫学(序3)；

此外，经过对其他上市公司主营业务、近年主营业务财务数据分析，并重点关注其主营业务构成及在业务收入、毛利中的占比等因素，筛选出证监会软件和信息技术服务业板块中与被评估企业可比的上市公司还有2家，详情见下表：

序号	证券代码	证券名称	首发上市日期	主营业务
1	300359.SZ	全通教育	2014-01-21	家校互动升级业务、E-SaaS 业务、学科升学业务、继续教育业务
2	002261.SZ	拓维信息	2008-07-23	教育信息化、信息化应用服务、幼儿及 K12 智慧教育、手机游戏等

综上所述，最终确定新南洋、东方时尚、全通教育、拓维信息 4 家上市公司为本次评估的可比上市公司。

4家可比上市公司主营业务情况及选择理由如下：

1、新南洋(600661)

新南洋(600661)主营业务情况表

金额单位：人民币万元

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2017-12-31	教育与服务	148,651.30	86.25	79,219.18	81.19	69,432.12	92.84	46.71
2017-12-31	精密制造	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2017-12-31	数字电视运营	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2017-12-31	其他业务	23,704.86	13.75	18,349.30	18.81	5,355.56	7.16	22.59
2017-12-31	分部间抵销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2017-12-31	合计	172,356.16	100.00	97,568.48	100.00	74,787.68	100.00	43.39
2016-12-31	教育与服务	119,345.71	85.88	63,677.44	81.06	55,668.27	92.13	46.64
2016-12-31	精密制造	12,773.63	9.19	10,762.99	13.70	2,010.64	3.33	15.74
2016-12-31	数字电视运营	5,202.58	3.74	3,450.88	4.39	1,751.70	2.90	33.67
2016-12-31	其他业务	1,653.59	1.19	662.07	0.84	991.52	1.64	59.96
2016-12-31	分部间抵销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2016-12-31	合计	138,975.51	100.00	78,553.38	100.00	60,422.13	100.00	43.48
2015-12-31	教育与服务	95,498.84	81.96	52,350.62	74.52	43,148.22	93.25	45.18
2015-12-31	精密制造	12,717.99	10.91	10,163.14	14.47	2,554.85	5.52	20.09
2015-12-31	数字电视运营	6,543.68	5.62	5,849.30	8.33	694.38	1.50	10.61
2015-12-31	其他业务	1,759.82	1.51	1,884.50	2.68	-124.68	-0.27	-7.08
2015-12-31	分部间抵销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2015-12-31	合计	116,520.33	100.00	70,247.56	100.00	46,272.77	100.00	39.71

数据来源：Wind

至评估报告日，新南洋2017年年度报告已公告。新南洋历史年度主营业务构成比较稳定，主要为教育与服务等相关业务。2015年、2016年及2017年教育与服务等相关业务平均收入占比84.7 %，平均营业毛利占比92.74 %，与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强。

本次评估将新南洋作为可比公司之一。

2、东方时尚(603377)

东方时尚(603377)主营业务情况表

金额单位：人民币万元

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2017-12-31	驾培服务	115,977.71	98.87	53,756.59	98.95	62,221.12	98.80	53.65
2017-12-31	陪练服务	794.16	0.68	572.50	1.05	221.66	0.35	27.91
2017-12-31	其他业务	536.96	0.46	0.00	0.00	536.96	0.85	100.00
2017-12-31	合计	117,308.83	100.00	54,329.09	100.00	62,979.74	100.00	53.69
2016-12-31	驾培服务	114,416.18	99.02	53,907.71	98.62	60,508.47	99.39	52.88
2016-12-31	陪练服务	756.71	0.65	559.96	1.02	196.75	0.32	26.00
2016-12-31	其他业务	370.93	0.32	196.27	0.36	174.66	0.29	47.09
2016-12-31	合计	115,543.82	100.00	54,663.94	100.00	60,879.88	100.00	52.69

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2015-12-31	驾培服务	131,486.11	99.09	55,724.97	98.33	75,761.14	99.67	57.62
2015-12-31	陪练服务	721.57	0.54	659.78	1.16	61.79	0.08	8.56
2015-12-31	其他业务	479.83	0.36	287.03	0.51	192.80	0.25	40.18
2015-12-31	合计	132,687.51	100.00	56,671.78	100.00	76,015.73	100.00	57.29

数据来源：Wind

至评估报告日，东方时尚2017年年度报告已公告。东方时尚历史年度主营业务构成比较稳定，主要为机动车驾驶培训相关业务。2015年、2016年及2017年机动车驾驶培训等相关业务平均收入占比100%，平均营业毛利占比100%，与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强。

本次评估将东方时尚作为可比公司之一。

3、全通教育(300359)

全通教育(300359)主营业务情况表

金额单位：人民币万元

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2017-12-31	教育信息服务平台	36,151.85	35.06	31,261.76	43.56	4,890.09	14.61	13.53
2017-12-31	继续教育业务	35,570.77	34.50	16,521.29	23.02	19,109.66	57.10	53.72
2017-12-31	教育信息服务运营	28,974.81	28.10	21,919.28	30.54	7,055.53	21.08	24.35
2017-12-31	其他	1,877.44	1.82	1,491.64	2.08	1,877.44	5.61	100.00
2017-12-31	学科升学业务	536.47	0.52	568.76	0.79	536.47	1.60	100.00
2017-12-31	家校互动信息服务							
2017-12-31	阅读信息服务							
2017-12-31	合计	103,111.34	100.00	71,762.73	99.99	33,469.19	100.00	32.46
2016-12-31	教育信息服务平台	31,144.18	31.87	26,559.44	40.72	4,584.74	12.27	14.72
2016-12-31	继续教育业务	33,084.98	33.86	14,552.77	22.31	18,532.21	49.61	56.01
2016-12-31	教育信息服务运营	28,704.53	29.38	19,245.39	29.51	9,459.14	25.32	32.95
2016-12-31	其他	2,815.21	2.88	2,963.99	4.54	2,815.21	7.54	100.00
2016-12-31	学科升学业务	1,967.21	2.01	1,902.66	2.92	1,967.21	5.27	100.00
2016-12-31	家校互动信息服务							
2016-12-31	阅读信息服务							
2016-12-31	合计	97,716.11	100.00	65,224.25	100.00	37,358.51	100.01	38.23
2015-12-31	教育信息服务平台	10,736.61	24.46	5,403.01	25.48	5,333.60	23.50	49.68
2015-12-31	继续教育业务	9,938.86	22.64	1,597.12	7.53	8,341.74	36.75	83.93
2015-12-31	教育信息服务运营	22,237.15	50.65	13,476.64	63.56	8,760.51	38.59	39.40
2015-12-31	其他	16.68	0.04			16.68	0.07	100.00

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2015-12-31	学科升学业务	972.55	2.22	726.17	3.42	246.38	1.09	25.33
2015-12-31	家校互动信息服务							
2015-12-31	阅读信息服务							
2015-12-31	合计	43,901.85	100.01	21,202.94	99.99	22,698.91	100.00	51.70

数据来源：同花顺 iFinD

至评估报告日，全通教育2017年年度报告已公告。全通教育历史年度主营业务构成比较稳定，主要为教育信息服务平台、教育信息服务运营和继续教育等相关业务。2015年、2016年及2017年教育相关业务平均收入占比98.42%，平均营业毛利占比95.6%，与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强。

本次评估将全通教育作为可比公司之一。

4、拓维信息(002261)

拓维信息(002261)主营业务情况表

金额单位：人民币万元

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2017-12-31	教育服务	79,679.92	71.22	31,465.14	65.37	48,214.78	75.63	60.51
2017-12-31	软件云服务	16,890.96	15.10	10,657.24	22.14	6,233.72	9.78	36.91
2017-12-31	手机游戏业务	14,872.02	13.29	5,903.61	12.27	8,968.41	14.07	60.30
2017-12-31	教育培训	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2017-12-31	教育信息化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2017-12-31	云宝贝平台	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2017-12-31	其他业务	439.00	0.39	105.64	0.22	333.36	0.52	75.94
2017-12-31	版权及其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2017-12-31	合计	111,881.90	100.00	48,131.63	100.00	63,750.27	100.00	56.98
2016-12-31	教育服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2016-12-31	软件云服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2016-12-31	手机游戏业务	21,452.93	20.86	6,082.02	16.67	15,370.91	23.16	71.65
2016-12-31	教育培训	27,305.58	26.55	10,686.19	29.30	16,619.39	25.04	60.86
2016-12-31	教育信息化	21,935.84	21.33	8,125.56	22.28	13,810.28	20.81	62.96
2016-12-31	云宝贝平台	16,989.91	16.52	3,903.26	10.70	13,086.65	19.72	77.03
2016-12-31	其他业务	403.51	0.39	6.56	0.02	396.95	0.60	98.37
2016-12-31	版权及其他	14,761.35	14.35	7,670.54	21.03	7,090.81	10.68	48.04
2016-12-31	合计	102,849.12	100.00	36,474.13	100.00	66,374.99	100.00	64.54
2015-12-31	教育服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2015-12-31	软件云服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

截止日期	主营业务项目	主营业务收入	占营业收入比重 (%)	主营业务成本	占营业成本比重 (%)	主营业务毛利	占营业毛利比重 (%)	主营业务毛利率 (%)
2015-12-31	手机游戏业务	21,543.14	28.03	9,673.86	29.91	11,869.28	26.66	55.10
2015-12-31	教育培训	32,900.67	42.80	11,353.82	35.10	21,546.85	48.39	65.49
2015-12-31	教育信息化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2015-12-31	云宝贝平台	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
2015-12-31	其他业务	111.51	0.15	0.00	0.00	111.51	0.25	100.00
2015-12-31	版权及其他	22,311.89	29.03	11,315.45	34.99	10,996.44	24.70	49.29
2015-12-31	合计	76,867.21	100.00	32,343.13	100.00	44,524.08	100.00	57.92

数据来源：Wind

至评估报告日，拓维信息2017年年度报告已公告。拓维信息历史年度主营业务构成比较稳定，主要为教育培训、教育信息化和云宝贝平台等相关业务。2015年、2016年及2017年教育培训、教育信息化和云宝贝平台等相关业务平均收入占比59.47%，平均营业毛利占比63.2%，与被评估企业的经营业务相似度高，可比性强。

本次评估将拓维信息作为可比公司之一。

5、东方时尚、全通教育可比性分析：

(1)市场法中的上市公司比较法是通过比较与被评估企业处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价。这种方式一般是首先选择与被评估企业处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为可比公司，然后通过交易股价计算可比公司的市场价值。

(2)市场法使用前提

- ①有一个充分发展、活跃的资本市场；
- ②资本市场中存在足够数量的与评估对象相同或类似的可比企业、或者在资本市场上存在着足够的交易案例；
- ③能够收集并获得可比企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；
- ④可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

(3)市场法中选取可比上市公司的主要标准是：有一定时间的上市交易历史、经营业务与评估标的相同或相似，经营稳定（从事该业务的时间不少于24个月）、生产规模相当、经营业绩相似的上市公司。

在采用市场法应用时，为了尽量避免计算结果受某个可比公司或案例个别因

素的影响，一般要求可比案例不少于 3 个，当严格的选取标准下可比上市公司不足 3 个时，考虑到部分因素可以采取方式进行修正，所以上述标准可以适当放宽。

(4)东方时尚所从事的具体培训课程——驾驶培训虽然与中公教育培训的内容有所差异，但与中公教育主营的非学历职业就业培训一样，主要是面授培训，运营模式相似，且毛利率水平接近，所以我们认为东方时尚与评估标的具有可比性。

(5)全通教育历史年度主营业务构成比较稳定，主要为教育信息服务平台、教育信息服务运营和继续教育等相关业务。虽然主营业务与中公教育存在一定的差异，但同属教育相关的服务，业务类似，具有一定的可比性。

三、在分析拟置入资产交易定价的公允性时选取同行业上市公司的标准

在分析拟置入资产交易定价的公允性时，选取教育板块以及软件和信息技术服务板块中主要面向教育培训行业的可比上市公司，其中：1、教育板块中上市公司有*ST 紫学（000526.SZ）、新南洋（600661.SH）、东方时尚（603377.SH）和凯文教育（002659.SZ），剔除基准日处于停牌状态并持续进行重大资产重组的*ST 紫学（000526.SZ）以及 2018 年 1 月前主营业务为钢结构工程的凯文教育（002659.SZ）；2、软件和信息技术服务业板块中的上市公司全通教育（300359.SZ）和拓维信息（002261.SZ）。

综上所述，在分析拟置入资产交易定价的公允性时，最终选取 4 家可比上市公司：新南洋（600661.SH）、东方时尚（603377.SH）、全通教育（300359.SZ）和拓维信息（002261.SZ）。与市场法评估选取的可比公司一致。

股票代码	股票名称	市净率（PB）	动态市盈率（PE）
600661.SH	新南洋	4.67	69.78
603377.SH	东方时尚	9.66	75.52
300359.SZ	全通教育	2.96	60.28
002261.SZ	拓维信息	2.23	129.82
平均数		4.88	68.53
中公教育		18.49	19.91

数据来源：Wind

注 1：可比公司市净率 PB=2017 年 12 月 31 日的市值/2017 年 12 月 31 日归属母公司股东的净资产；中公教育市净率=中公教育 100%股权作价/中公教育 2017 年 12 月 31 日归属于母公司股东的净资产。

注 2：可比公司动态市盈率=2017 年 12 月 31 日的市值/最近 4 个季度的净利润；中公教育动态市盈率=中公教育 100%股权作价/中公教育 2018 年预测扣非后归属于母公司股东的净利润。

注 3：市盈率的计算中剔除大于 100 的异常值。

从上表可见，中公教育市盈率低于同行业上市公司平均值，市净率高于同行业上市公司平均值。市净率较高主要系中公教育未经历首次公开发行股票，净资产规模相对较小。

五、核查意见

经核查，评估机构认为：本次交易市场法评估及分析本次交易价格公允性时选取的可比上市公司均为新南洋等 4 家公司，具有合理性。

5、评估机构在采用收益法对拟置入资产进行评估时，预测 2018 年至 2022 年所得税及税后净利润及营业收入呈现不断增长趋势，且较拟置入资产报告期内净利润及营业收入增长较大。请补充说明以下事项，请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见：

(1)评估采用收益法对所得税及税后净利润进行预测时是否充分考虑拟置入资产所面临的人力资源短缺及流失、市场竞争加剧等风险，并结合拟置入资产有效潜在客户数量变化情况，如大学生毕业人数、就业趋势等分析净利润预测的合理性；

答复：

一、收益法评估时对人力资源短缺及流失、市场竞争加剧等风险的考虑

1、对人力资源短缺及流失风险的考虑

中公教育人力资源大部分来源于应届高校毕业生。由于每年高校毕业生人数众多，加之中公教育为员工提供具有竞争力的薪酬水平，提供较好的职业晋升通道，人力资源易得性较高。中公教育为储备人才，2017 年年均人数较 2016 年年均人数净增加约 7,000 人，年均人数增长率为 64.91%。中公教育人力资源短缺及流失风险较小。

为应对人力资源短缺及流失的风险，收益法预测时对中公教育的人员数量进行了分析预测。

2015 年至 2017 年中公教育人员数量如下表：

分类	2015 年均人数	2016 年均人数	2017 年均人数
管理人数	2,351	2,313	2,492
市场人数	3,489	4,100	7,933
师资人数	2,659	3,701	6,281
研发人数	692	611	981
总人数	9,191	10,725	17,687

注：年均人数=当年 12 个月月末人数之和/12

2015 年至 2017 年，中公教育管理人员增速不大，主要系一方面为有效控制成本，在保证经营稳定的基础上，中公教育通过开展定期培训等形式，有效提升管理人员管理水平和工作效率；另一方面中公教育 2015 年至 2017 年适当增加管理人员，为管理队伍注入新鲜血液。

中公教育师资人员和市场人员在 2017 年均大幅度增长，主要为中公教育为以后年度储备授课教师和销售人员的，以应对未来业务的扩张。

研发能力是教育培训机构的核心竞争力，研发能力的强弱将对中公教育教学和服务质量产生直接影响，是中公教育可持续经营的基石。为保持领先的研发优势，2017 年中公教育大幅扩充了研发人员，较 2016 年增长了 60.56%。

未来，中公教育将通过管理工程变革及科技应用，实现对所有工作的数据支持和可顺畅流动的工作协同，由此持续提升全员的工作能力和创新能力。扩大引入高层次人才的数量及范围，重点引入互联网、IT、智能硬件及管理工程等领域的新型人才。优化人力资源结构，匹配公司战略的实施。

随着业务的发展，学员招生数量增加、分支机构增多，中公教育人员相应增加，根据中公教育发展规划，预计到 2023 年，公司人员数量将由 2017 年的 17,687 人增加到年均 34,796 人，实现员工人数翻倍，具体预测如下：

分类	2018 年均人数	2019 年均人数	2020 年均人数	2021 年均人数	2022 年均人数	2023 年均人数
管理人数	3,090	3,708	4,153	4,464	4,687	4,687
市场人数	9,916	11,899	13,327	14,393	15,257	15,257
师资人数	7,851	9,579	11,207	12,328	12,981	12,981
研发人数	1,216	1,459	1,634	1,765	1,871	1,871
总人数	22,073	26,645	30,321	32,950	34,796	34,796

2、对市场竞争加剧风险的考虑

在预测收入、成本和毛利率时，充分考虑市场竞争因素影响，预测期内的毛利率水平较为稳定。

2015 年至 2017 年中公教育毛利率如下：

项目	2017 年度		2016 年度		2015 年度
	毛利率	变动比例	毛利率	变动比例	毛利率
一、面授培训	57.58%	0.05%	57.52%	-2.68%	60.20%

项目	2017 年度		2016 年度		2015 年度
	毛利率	变动比例	毛利率	变动比例	毛利率
公务员招录培训	64.94%	3.09%	61.85%	-0.58%	62.42%
事业单位招录培训	56.14%	6.00%	50.14%	-4.36%	54.50%
教师招录及教师资格培训	43.17%	-4.96%	48.13%	-4.22%	52.35%
其他培训	46.87%	-5.32%	52.19%	-8.02%	60.21%
二、线上培训	86.50%	2.17%	84.33%	23.27%	61.06%
合计	59.60%	0.22%	59.38%	-0.85%	60.22%

2015 年、2016 年和 2017 年，中公教育的主营业务综合毛利率分别为 60.22%、59.38%和 59.60%，主营业务毛利率整体保持在较高水平，主要是因为中公教育通过持续的研发投入保持在非学历职业就业培训领域的核心竞争力，通过提供多样化的培训服务产品提升客户的选择和粘性，通过高质量的培训课程和多年的口碑树立良好的品牌形象，因此中公共具有良好的定价、议价能力，保持了较高的毛利率水平。具体分析如下：

①面授培训业务毛利率变动分析

报告期内，中公教育的面授培训业务毛利率分别为 60.20%、57.52%和 57.58%，总体略有下降，主要是由于教师招录和教师资质面授培训、其他面授培训的毛利率下滑，具体分析如下：

2015 年、2016 年和 2017 年，中公教育的公务员招录面授培训业务毛利率分别为 62.42%、61.85%和 64.94%，相对较高，主要是因为公务员招录面授培训业务系中公教育的核心业务，中公教育通过对该业务的持续研发投入形成了较强的产品竞争力，通过严格的质量管理塑造了良好的产品口碑，在公务员招录面授培训领域具备较为突出的市场地位，使报告期内公务员招录面授培训业务保持了较高的毛利率水平。

2015 年、2016 年和 2017 年，中公教育的事业单位招录面授培训业务毛利率分别为 54.50%、50.14%和 56.14%。2016 年，中公教育的事业单位招录培训业务毛利率低于 2015 年和 2017 年，主要是因为 2016 年下半年中公教育新招聘了较多数量的授课教师作为未来的业务储备，上述新授课教师的培训期通常在 3 个月以上的，因此上述新招聘教师对 2016 年收入贡献较小，但发生了较高的主营业务成本，因此毛利率有所下降。

2015 年、2016 年和 2017 年，中公教育的教师招录及教师资格面授培训业务毛利率分别为 52.35%、48.13%和 43.17%，逐年下降，主要是因为：A、毛利率较低的教师资格面授业务收入占比逐年显著上升，拉低了教师招录及教师资格面授培训业务的总体毛利率；B、近年来，教师招录的报名人数持续增加，使教师招录的社会总体录取率有所降低，导致中公教育教师招录协议班的退费比例有所提高，进而使教师招录面授培训业务的毛利率略有下降。

2015 年、2016 年和 2017 年，中公教育其他面授培训业务主要包括金融银行、医疗卫生、军转干、IT、村官、大型国企等领域的人才招录、资格认证及其他培训。其他面授培训业务毛利率逐年下滑，主要因为中公教育报告期内快速扩张其他面授培训业务的产品序列数量，拓展新产品序列需要在师资及培训等方面发生较大开支，导致其他面授培训业务的综合毛利率下滑。新产品序列随着产品研发、教学的成熟度逐步提升，学员人数的增加，其毛利率未来有望逐步上升。

②线上培训业务毛利率变动分析

报告期内，中公教育的线上培训业务毛利率分别为 61.06%、84.33%和 86.50%，呈现上升趋势。线上培训业务的成本由课程研发人员薪酬、授课教师薪酬、录制编辑设备成本和宽带费用构成，由于线上培训业务的边际成本较低，因此线上培训业务的成本增幅显著低于收入增幅。随着报告期内培训人次的逐年提升，线上培训业务的收入增长较快，较低的成本增幅使线上培训业务毛利率水平显著提升。

综合上述分析，考虑中公教育所在行业的市场容量、未来发展前景、未来发展规划，并充分考虑市场竞争加剧等情况，预测期内毛利率较为稳定，具体预测如下：

2018 年—2023 年中公教育毛利率预测表

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
总毛利率	59.59%	59.57%	59.54%	59.52%	59.50%	59.50%
主营业务毛利率	59.59%	59.57%	59.54%	59.52%	59.50%	59.50%
其他业务毛利率	-	-	-	-	-	-

预测期内，中公教育的毛利率较为稳定，主要系：（1）毛利率较高的线上培训业务收入占比有所提升。预计中公教育 2018 年面授培训毛利率为 57.31%，收入占比 91.87%，线上培训毛利率为 85.30%，收入占比 8.13%，到 2023 年时，面授毛利率下降至 56.97%，收入占比下降至 90.75%，线上培训毛利率下降至

84.27%，收入占比上升至 9.25%，虽然中公教育面授培训毛利率略有下降，但由于低成本高毛利的线上培训收入增加，使得总体毛利率保持相对稳定状态；（2）2018 年，中公教育开始投入使用“双师系统”，“双师系统”在一定程度上将减少授课教师的数量，从而有效降低成本，提升毛利率，评估师复核时虽然考虑到“双师系统”的投入使用将会提升中公教育的总体毛利率，但遵循谨慎性原则，预测期内面授培训业务毛利率仍然保持相对稳定状态。

③与同行业公司毛利率比较情况

报告期内，中公教育的毛利率与可比公司的毛利率对比情况如下：

名称	2017 年度	2016 年度	2015 年度
华图教育	54.61%	60.88%	59.26%
新南洋	43.39%	43.48%	39.71%
全通教育	30.40%	33.25%	51.70%
东方时尚	53.69%	52.69%	57.29%
拓维信息	56.98%	64.54%	57.92%
平均值	47.83%	50.97%	53.18%
中位数	53.69%	52.69%	57.29%
中公教育	59.58%	59.35%	60.18%

注 1：A 股各上市公司数据来自巨潮网披露的定期报告，华图教育数据来自联交所披露易

注 2：A 股各上市公司的毛利率为主营业务毛利率，华图教育的毛利率为营业毛利率

报告期内，中公教育的毛利率略高于可比公司平均水平，主要由于中公教育在教育细分领域、产品定位、运营模式及经营管理方式等方面与上述公司存在不同所致。可比公司中，华图教育的业务模式与中公教育最为接近，因此毛利率水平也与中公教育相近。

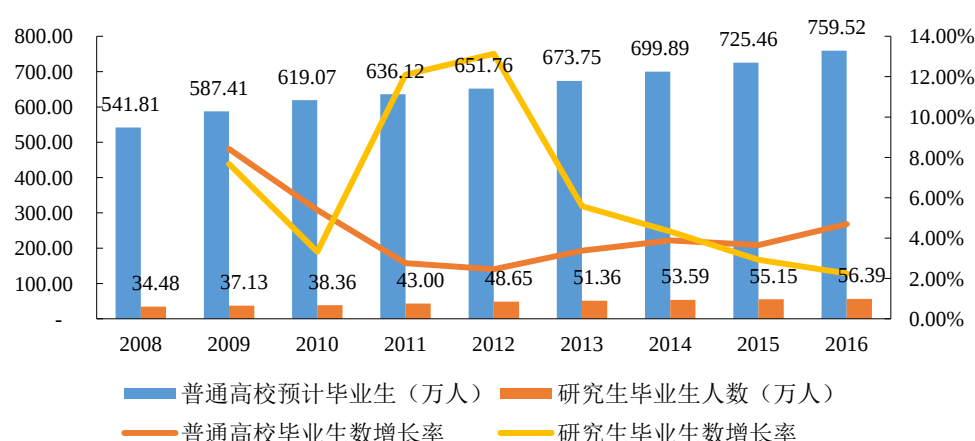
综上所述，本次评估采用收益法对所得税及税后净利润进行预测时已充分考虑拟置入资产所面临的人力资源短缺及流失、市场竞争加剧等风险。

二、净利润预测的合理性

1、高校毕业生数量情况

根据国家统计局发布的统计数据，近年来我国普通高校预计毕业生人数保持持续增长，普通高校的本科和专科毕业生人数从 2008 年的 541.81 万人增长至 2016 年的 759.52 万人，年均复合增长率为 4.31%；研究生毕业人数也保持稳定增长，根据教育部发布的统计数据，截至 2016 年我国研究生毕业人数已达 56.39

万人，较 2008 年增长 63.54%，年均复合增长率为 6.34%，具体情况如下：



数据来源：国家统计局、教育部

随着信息化、知识化社会建设的推进，近年来我国成人高等教育、网络高等教育发展迅速，其毕业生人数亦持续增长。根据教育部公布的统计数据，我国成人高校毕业生人数由 2008 年的 169.09 万人增长至 2016 年的 244.47 万人，年均复合增长率为 4.72%；网络本专科毕业生人数由 2008 年的 90.15 万人增长至 2016 年的 187.48 万人，年均复合增长率为 9.58%；2016 年全年，我国中等职业教育毕业生人数亦高达 533.62 万人。

毕业生人数的持续增长扩大了职业教育的人口基数，此外，不断增加的毕业生使得毕业生的求职竞争更加激烈。许多毕业生为在笔试和工作面试中表现的更好而接受职业教育培训。不断增加的毕业生人数将进一步推动职业教育培训市场。

2、就业情况

2018 年，全国普通高校毕业生人数预计将达到 820 万人，就业创业工作面临复杂严峻形势。

面对就业竞争，很多应届大学生选择不就业，直接全职备战公务员考试、事业单位考试等这类的国家招考。近年来较多大学生以及存在更换工作岗位或升职需求的社会在职人员为提高自身的就业竞争力，通常采取参与各类职业培训机构开设的技能培训课程以提升自身的专业技能，或者通过参与资格认证类考试培训考取相应的职业资格证书提升竞争力。较为激烈的就业竞争和高校毕业生人数的持续增长为职业教育培训行业创造了巨大的市场需求。未来几年我国的产业结构发展将会向现代服务业、高端制造业和低能耗行业方向倾斜，产业结构转型也将

导致人才需求的变化，将进一步刺激职业教育培训市场的发展。

据中公教育不完全统计，2015 年、2016 年和 2017 年公务员报考人数约为 589.13 万人、611.42 万人和 615.93 万人，年复合增长率为 2.25%。据弗若斯特沙利文的报告，2017 年公务员考试参与培训的人数约为 137.46 万人，预计到 2022 年有望达到 177.87 万人，年复合增长率为 5.3%。

综上所述，随着高校毕业生人数持续增加，就业趋势日益严峻，招聘机构对毕业生能力要求越来越高，将持续推动职业教育培训市场的发展，中公教育市场前景广阔，同时考虑到中公教育开拓市场可能面临人力资源短缺及流失、职业教育培训市场竞争加剧等风险，在预测收入、成本和费用过程中毛利率、净利润率均较为稳定，净利润预测具备相应的合理性。

三、核查意见

经核查，评估机构认为：随着高校毕业生人数持续增加，就业趋势日益严峻，招聘机构对毕业生能力要求越来越高，将持续推动职业教育培训市场的发展，中公教育市场前景广阔，同时考虑到中公教育开拓市场将面临人力资源短缺及流失、职业教育培训市场竞争加剧等风险，在预测收入、成本和费用过程中毛利率、净利润率均较为稳定，净利润预测具备相应的合理性。

(2)2015 年至 2017 年中公教育线上累计注册用户呈现不断增长趋势，且 2017 年出现大幅增长。请说明评估机构在采用收益法对拟置入资产净利润进行预测时是否充分考虑中公教育线上累计注册用户数量与有效注册用户之间的差异。

答复：

一、收益法对拟置入资产净利润进行预测时未使用累计注册用户和有效注册用户进行预测

2015 年至 2017 年，中公教育线上累计注册用户数、付费用户数及转化率如下：

单位：万人次			
项目	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
注册用户	257.35	75.21	35.15

累计注册用户数统计口径为线上注册的所有用户，包括注册未付费用户和注册付费用户(有效注册用户)。

采用收益法对拟置入资产净利润进行预测时，未使用累计注册用户和有效注册用户进行预测，而是用当年培训人次进行预测，评估人员分析了报告期内各年度培训人次及增长趋势，结合中公教育未来发展规划和教育行业市场体量，对中公教育预测期内各年度培训人次进行了复核，经复核，预测期内中公教育各年度培训人次预测相对合理。

二、核查意见

经核查，评估机构认为：收益法对拟置入资产净利润进行预测时未使用累计注册用户和有效注册用户进行预测，而是用当年培训人次进行预测，预测过程不涉及“是否充分考虑中公教育线上累计注册用户数量与有效注册用户之间的差异”问题。

三、业绩承诺类

7、《报告书》披露，中公教育 2015 年度至 2017 年度归属于母公司所有者的净利润分别为 1.61 亿元、3.27 亿元、5.25 亿元，本次交易的业绩承诺补偿义务人承诺中公教育在 2018 年度、2019 年度和 2020 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 9.3 亿元、13 亿元和 16.5 亿元。请补充披露以下内容：

(1)请补充披露上述业绩承诺较报告期业绩增幅较大的原因、作出上述业绩承诺的具体依据及合理性，尤其是评估机构在采用市场法进行评估时所选取的上市公司案例中大部分 2015 年至 2017 年度净利润存在微涨或下降趋势。请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见；

答复：

一、业绩承诺较报告期业绩增幅较高的原因

本次交易中补偿义务人确认并承诺，中公教育 2018 年度、2019 年度及 2020 年度合并报表范围扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润数分别不低于 9.3 亿元、13 亿元和 16.5 亿元。上述业绩承诺系综合考虑国家对教育培训行业的政策支持、非学历职业就业培训行业发展前景、中公教育的市场地位和核心竞争力、报告期内的中公教育的业绩 增速等因素作出的，具体分析如下：

(一)国家大力扶持教育培训行业

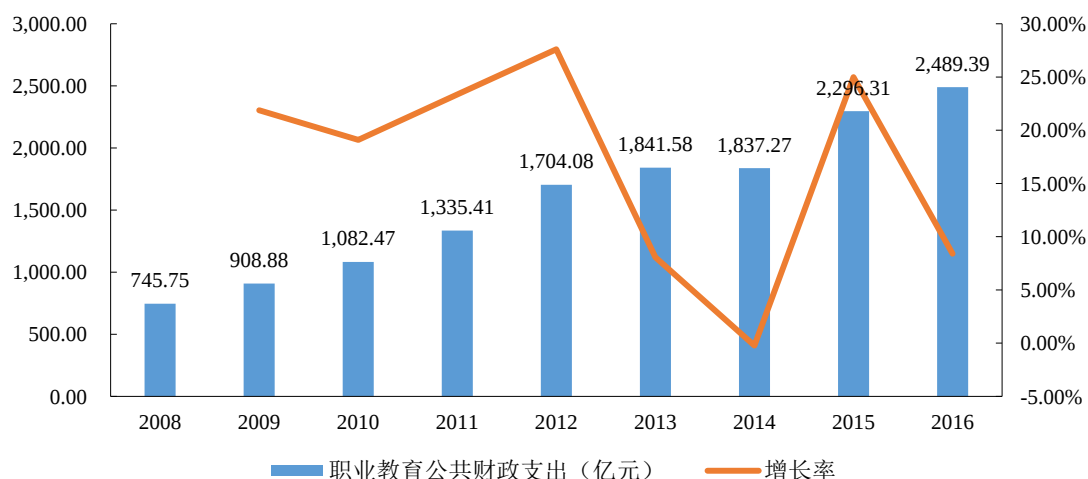
教育培训行业是国家大力支持和发展的朝阳产业，国家相关部委出台了一系

列支持教育培训行业发展的法律法规和产业政策。国务院自 2010 年以来颁布了《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020 年)》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》、《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》和《关于加快发展现代职业教育的决定》等一系列支持性政策和纲领性文件，从指导思想、目标任务、政策措施等方面为教育培训产业的快速发展指明了方向。教育部及各级地方政府落实国务院的纲领精神，出台了相关配套措施和实施细则，推动和鼓励教育培训产业健康、良好、有序的发展。国家的政策扶持为教育培训业打造了宽松的宏观环境。

近年来，国家通过《民办教育促进法》的修改与完善，一直有计划的引导民营资本进入教育行业，最新的《民办教育促进法》更是从法律层面允许经营性民办培训机构以公司法人形式存在。在国家支持多种形式民办教育培训机构的政策环境下，各地对于经营性民办培训机构的管理将更加明确、规范，进一步加快了民办教育培训类企业的发展。

(二)非学历职业就业培训行业发展迅速，市场前景广阔

职业教育培训为新兴产业，是我国教育体系的重要组成部分。随着国家陆续出台相关产业政策加大对职业教育培训行业的鼓励和支持，以及每年新增就业群体对职业教育的旺盛需求，职业教育在教育体系中的地位不断提高。近年来，国家财政大力增加对职业教育的资金投入，以支持其健康发展。根据财政部的统计，全国公共财政支出中对职业教育的投入增长迅速，由 2008 年的 745.75 亿元增长至 2016 年的 2,489.39 亿元，年均复合增长率为 16.26%，高于全国公共财政总体支出 14.72%的年均复合增长率，其具体情况如下：



数据来源：财政部

持续增加的财政投入和国家政策的大力支持推动了行业整体规模的持续增长。根据《国务院关于加强加快发展现代职业教育的决定》提出的目标预测，我国非学历职业教育的市场规模将从2014年的4,237亿元增长至2020年的9,800亿元，在整体教育市场中的占比将从2014年的25.4%扩大到31%，年均复合增速超过15%。

(三)中公教育市场地位突出，竞争优势明显

中公教育是国内最早从事非学历就业教育培训的民营企业之一，在行业内、尤其是人才招录培训领域中处于领导地位。公司师资力量雄厚、研发能力突出、课程产品丰富、经营规模较大、服务范围覆盖全国。公司率先成立了国内领先的公职考试研究院，拥有986名职业化研发成员，研发力量雄厚。中公教育采用直营模式，截至2017年12月31日，中公教育拥有覆盖全国31个省市自治区、319个地级行政区的582个直营分支机构，授课教师6,530名。中公教育经过多年的经营和积累，已经在系统平台、研发能力、产品结构、教学方法等方面形成了明显的竞争优势。

中公教育的核心竞争优势体现在以下几个方面：

1、系统平台优势

中公教育建立了产品研发与教学服务体系、网络化的分支机构学习体系、市场运营与品牌传播体系、标准化运营管理体系，各体系围绕学员需求，以能力导向为目标，通过丰富的产品体系为服务内核，形成综合性的平台系统。同时，中公教育拥有优秀的核心管理团队，凭借多年教育培训产品研发、教学与管理经验，

引导中公教育战略定位、产品研发管理等环节，凭借良好的业内口碑与品牌知名度，中公教育在公务员、事业单位、教师等培训领域与广大服务对象建立了长期稳定的合作关系。

2、研发优势

中公教育以研发作为公司发展的源动力，以专业研发团队作为基础、以针对性的研发作为前提、以能力提升作为科学导向、以透彻有效作为标准要求，具备了较大的研发优势。中公教育拥有一支专业基础扎实、经验丰富的专职研发团队，人员数量较为庞大的专业研发团队具备不同类型职业就业培训所需的专业知识储备，根据不同的能力要求，提供有针对性的能力提升解决方案。公司的课程设计、授课内容、教学方法及讲义等教辅材料均为自主研发，研发成果经过理论和实践的反复验证，对确保培训课程的良好效果形成有力支撑。

3、产品优势

由于资金和规模的限制，我国大部分培训机构专注于培训行业的某一个细分领域，通常采用面试或者网络一种培训方式，课程结构亦较为单一。中公教育的课程产品具有多元化、多层次、创新性强、产品线丰富等特点，可更好满足学员广泛的职业教育培训需求，提升学员的学习体验及满意度。中公教育为不同基础、不同职业需求的学员提供了 2,500 种以上的培训课程选择，课程覆盖了公务员、事业单位、教师资格和教师招聘等在内的各类人才招录。此外，中公教育将同一个课程设计为高低不同的级别，为不同阶层不同需求的学员提供差异化培训，并为同一层次的学员提供分阶段成长的阶梯式学习计划。中公教育的培训以面授为主，同时提供线上培训课程方便学员进一步巩固和提升，在保证教学质量的同时，最大限度提升学员的学习体验。中公教育根据市场调研结果和学员反馈结果，不断升级课程产品，并通过产品的更新迭代，提高学员粘性。

4、运营管理优势

中公教育在长期发展过程中建立了严格、高效的组织管理体系。通过构建系统化、标准化、信息化连锁管理机制，确保总部与各分支机构上下协同运作，发挥分支机构熟悉地方经营环境的优势，高效运营分支机构管理以及服务好学员，同时在人力资源、财务、课程产品、信息技术、品牌运营、教学管理、客服、事业部等职能部门管理中执行一体化管理，确保总部制定的各项职能部门工作标准

得到落实，保证了管理绩效的不断提升。

5、教学优势

中公教育高度重视对教学方法和学习系统的持续创新。依托于较为显著的研发优势，结合市场趋势和学员需求，中公教育在长期经营活动中总结、研发出了特有的教学方法和具有竞争力的教学体系，包括专业专项教学法、双师教学模式等。

专业专项教学法是在科学、完整的知识体系框架下，将不同知识能力的要点进行分类分割、专项讲解，实现单项教学、单项训练，以夯实学员知识基础，逐一突破重难点，并在分项掌握之后融会贯通，最终实现对能力的全方位提升。在专业专项教学过程中，根据参培学员不同的知识基础和学习能力因材施教，开展针对性强的测评、封闭式管理和专业的心理调适，并加以灵活的教学方法和高强度的场景训练，最大限度的提升学员的知识水平和综合素养。

双师教学模式通过多媒体设备实时互动，以科技还原真人教学环境，以全新的双向实时高清互动直播系统，帮助教师端与学生端实现随时随地的高清视讯互联，最大程度上实现了名师资源的共享和对学员的个性化指导。

经过多年的优化，中公教育自主研发的教学方法和教学体系持续完善，具备了较为显著的优势。

6、渠道优势

庞大的教学网络是中公教育行业领先地位的体现，也是中公教育进一步拓展业务的保证。截至 2017 年 12 月 31 日，中公教育在全国 31 个省市自治区、319 个地级市建有 582 个直营分支机构，教学网络遍布全国，员工总人数到达 19,074 人。2015 年-2017 年，中公教育通过面授班和线上培训累积培养学员分别为 55.79 万人次、86.07 万人次和 146.60 万人次。中公教育的规模优势能够实现课程产品的专业化生产和教师资源的集中管理，有效降低运营成本，扩大公司的市场知名度和市场占有率，提高公司的抗风险能力，尤其在新产品和服务的开发和推广上有着显著的成本优势和渠道优势。

7、人才优势

高素质、稳定的人才队伍系中公教育保持行业领先地位的重要保障。截至 2017 年 12 月 31 日，中公教育拥有全职授课教师 6,530 名，专职研发人员 986

名。授课教师均为全职教师，有利于增强公司业务稳定性，为中公教育的可持续经营提供坚实的基础。中公教育建立健全了严格的师资招聘制度和完善的培训体系，不断增强教师的专业能力、提高综合素质，以保证研发和教学的高质量。中公教育还建立了科学的考核体系和晋升机制，不仅为教师提供了顺畅的职业上升通道和快速发展平台，还有利于优化公司的人才结构、保证人员体系的稳定。

8、品牌优势

中公教育是最早从事职业教育培训的企业之一，经过多年的发展，中公教育凭借其雄厚的研发实力、优质的师资力量和遍布全国的教学网络，在行业内树立了良好的品牌形象和市场口碑。由于越来越多的学员选择具有较强市场影响力的知名培训机构，以提高学习效率、降低培训风险，公司在行业中的品牌优势将有利于提高对学员的吸引力，增强公司的经营业绩，提高市场占有率。

9、知识产权优势

中公教育充分重视信息化建设，并通过将技术成果及时申请知识产权保护的方式保持公司的创造力和核心竞争力。截至 2017 年 12 月 31 日，中公教育已经取得中公教育一对一测评系统、中公教育大学生就业求职系统、中公教育 19 课堂客户端软件、中公教育 19 课堂系统、中公教育移动自习室系统等 56 项软件著作权。

(四)报告期内中公教育业务规模及盈利能力快速提升

报告期内，中公教育的营业收入及净利润增长情况如下：

单位：万元			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	403,125.73	258,407.51	207,586.04
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	49,508.05	30,912.29	15,833.08
营业收入增长率	56.00%	24.48%	-
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润增长率	60.16%	95.24%	-

报告期内，中公教育营业收入及扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润快速增长，营业收入复合增长率为 39.35%，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润复合增长率为 76.83%，增长速度较快。本次业绩承诺方承诺中公教育 2018 年度、2019 年度及 2020 年度合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别不低于 9.3 亿元、13 亿元和 16.5 亿元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润增速分别为 87.85%、39.78%及

26.92%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润复合增长率为 49.37%，低于报告期内的净利润复合增长率。

综上，基于我国非学历职业就业培训行业快速增长、中公教育已经形成了领先的行业地位及核心竞争优势、中公教育报告期内业绩快速增长等因素，中公教育 2018-2020 年的业绩承诺具有合理性。

二、业绩承诺的具体依据及合理性

(一)业绩承诺与收益法评估预测净利润基本一致

本次评估机构对中公教育的股东全部权益价值采用了收益法进行预估，在具体预测过程中采用了行业通用的企业自由现金流，计算公式如下：

企业自由现金流=税后净利润+折旧与摊销+利息支出×(1-所得税率)-资本性支出-营运资金追加额

对于未来净利润的预测，评估机构是基于中公教育提供的未来期间盈利预测表，对其进行了独立、客观分析。分析工作包括充分理解编制预测的依据及其说明，分析预测的支持证据、预测的基本假设、预测选用的会计政策以及预测数据的计算方法等，并与宏观经济、非学历职业就业培训行业发展趋势进行了比较分析后综合得出，故承诺利润的预测过程具有合理性。

本次业绩承诺与收益法评估预测净利润基本一致：

单位：万元			
年份	2018 年	2019 年	2020 年
收益法预测净利润 (剔除股份支付影响)	92,932.90	129,989.20	164,982.44
承诺净利润	93,000.00	130,000.00	165,000.00

(二)中公教育财务指标预测具有合理性

1、主要财务指标预测情况

(1)营业收入、营业成本及毛利率预测

本次对中公教育未来主营业务收入进行预测时，本着谨慎、客观的原则，在分析中公教育历史年度的主营业务收入变化趋势及经营情况的基础上，结合中公教育未来经营战略，预测未来各个产品序列的培训人次及培训单价，同时考虑历史年度退费情况预测主营业务收入。

中公教育的营业成本主要包括教师的工资社保、开班费，房租物业费及其他成本。对于教师的工资社保，本次预测中以报告期内教师薪酬水平为基础，结合

对未来教师人数的预测及未来教师工资的涨幅进行预测。对于开班费及房租物业费系根据报告期内开班费及房租物业费占收款金额的比例，通过预计未来的收款情况及开办费和房租物业费的占比进行预测。其他成本占比较低，系根据各项成本的特点与公司的实际情况分别进行预测。

预测期内中公教育的营业收入、营业成本及毛利率情况如下：

单位：万元

序号	序列名称	2018E	2019E	2020E	2021E	2022 年及以后
一	营业收入	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70	1,361,033.42	1,501,124.21
1	公务员序列	308,271.50	385,265.21	446,907.65	500,343.87	540,267.32
2	事业单位	93,556.01	135,630.11	176,319.15	207,976.49	228,730.09
3	教师序列	119,364.23	190,946.01	263,505.49	326,621.02	365,745.09
4	综合序列	74,249.76	118,776.76	163,911.93	203,172.55	227,509.43
5	线上培训	52,670.79	76,357.95	100,792.49	122,919.50	138,872.28
二	营业成本	261,933.44	366,657.08	465,868.64	550,957.56	607,996.16
1	工资社保	116,749.87	165,197.52	212,548.60	252,560.04	279,303.09
2	差旅交通	11,524.20	15,720.21	19,765.57	23,465.64	26,286.47
3	开班费	109,153.68	152,790.34	193,976.67	229,373.40	253,023.10
4	房租物业	17,100.01	23,966.94	28,970.32	33,555.12	35,646.20
5	折旧摊销	5,719.30	6,621.69	7,610.15	8,458.52	9,826.96
6	其他	1,686.38	2,360.38	2,997.33	3,544.84	3,910.34
三	毛利率	59.59%	59.57%	59.54%	59.52%	59.50%

(2)期间费用预测

销售费用主要为销售人员工资社保、差旅交通、折旧摊销、房租物业、市场推广费以及其他费用等。管理费用主要包括管理人员工资社保、差旅交通、折旧摊销、房租物业、办公费、会议费、福利费、研发费用以及其他费用等。本次预测时根据管理费用及销售费用的各项费用明细，考虑各项明细费用的历史变动情况及各项费用的变动影响因素，选取合适方法进行预测。

财务费用核算的主要是银行存款所带来的利息收入、利息支出和手续费等。由于经营现金的货币时间价值已在评估价值中体现，所以不再对利息收入进行预测。手续费主要为 POS 机刷卡手续费和线上支付手续费。该费用与收款结算额度直接相关，按照中公教育与第三方机构签订的结算协议以及历史年度综合费率进行预测。利息支出根据未来预测年度内中公教育的借款还款计划，按照评估基准日企业实际贷款利率计算利息支出。

预测期内中公教育的期间费用情况如下：

单位：万元

项目名称	2018E	2019E	2020E	2021E	2022 年及以后
销售费用	131,528.89	184,351.42	232,728.00	275,409.96	303,438.43
管理费用	142,043.02	196,385.31	245,560.88	286,009.34	315,570.33
财务费用	4,638.00	6,293.84	7,990.24	9,448.34	10,422.87

①销售费用预测的合理性

2015 年至 2017 年，中公教育销售费用率分别为 20.64%、18.60%及 20.87%，整体较为稳定。

2016 年销售费用率较 2015 年下降 2.04 个百分点，主要系 2016 年销售人员数量增长较少，导致销售人员职工薪酬占营业收入比例有所下降；分支机构本地招聘销售人员增加，节约了部分差旅费用，导致差旅交通费用占营业收入的比例下降；此外，2016 年市场推广费的增长幅度低于营业收入增长率，导致市场推广费占营业收入比例有所下降。

2017 年销售费用率较 2016 年增长 2.27 个百分点，主要系随着 2017 年经营规模的扩大和分支机构的增加，中公教育的当年新增的市场人员数量较多，销售人员的职工薪酬占营业收入的比例较 2016 年上升 3 个百分点。

结合中公教育历史年度的销售费用波动情况及中公教育的业务情况，本次预测 2018 年的销售费用率为 20.29%，较 2017 年下降 0.58 个百分点，主要系经过 2017 年销售人员数量大幅增加后，预计 2018 年的销售人员增长幅度较小，2018 年职工薪酬占营业收入的比例下降 0.91 个百分点。预计 2019 年之后，各项销售费用占营业收入的比例变化较小，销售费用占营业收入的比例与 2018 年基本持平。

②管理费用预测的合理性

2015 年至 2017 年，中公教育管理费用率分别为 27.88%、26.53%及 24.25%，呈逐年小幅下降趋势。中公教育管理费用率的下降主要是规模效应导致的管理人员人数增幅较小，管理人员薪酬占营业收入比例的下降，此外，随着营业收入的快速增长，研发费用占营业收入的比例略有下降，股份支付费用占营业收入的比例亦有所下降（股份支付的金额固定）。

本次预测 2018 年管理费用率为 21.92%，较 2017 年下降 2.33 个百分点，主要系以下几个原因：（1）预测中公教育 2018 年管理人员薪酬较 2017 年增长 51.20%，由于中公教育 2018 年预计收入增长率达到 60.77%，因此管理费用中职工薪酬占营业收入的比例下降。

工薪酬占中公教育营业收入的比例下降到 9.10%，较 2017 年下降 0.58 个百分点；

(2) 2018 年中公教育预计新增的固定资产、无形资产及长期待摊费用较少，新增折旧摊销的幅度低于营业收入的增长比例，导致折旧摊销费用占营业收入的比例较 2017 年下降 0.78 个百分点；(3) 由于 2018 年股份支付费用与 2017 年相同，为 5,380 万元，随着营业收入大幅增长，导致管理费用股份支付费用占营业收入的比例下降 0.60 个百分点；(4) 2015 年至 2017 年，中公教育研发费用占营业收入的加权平均比例为 7.18%，本次预测中公教育 2018 年研发费用占营业收入的比例为 7.17%，较 2017 年下降 0.54 个百分点。

2018 年至 2020 年，中公教育管理费用率呈缓慢下降的趋势，主要是管理费用中股份支付费用金额是固定的，随着营业收入规模的扩大，股份支付费用占营业收入的比例下降，此外，随着营业收入的增长，房租物业费用及折旧摊销费用占营业收入的比例预计略有下降。2020 年之后，管理费用率保持稳定。

2、财务指标预测的合理性

(1) 收入增长率预测的合理性

如前所述，考虑到国家政策大力支持教育培训行业，非学历职业就业培训行业快速增长，中公教育已经在非学历职业就业培训行业奠定了领先的行业地位并形成了明显的竞争优势，预计未来中公教育的营业收入将保持较快的增长速度。

2015 年至 2017 年，中公教育主营业务收入分别为 20.71 亿元、25.79 亿元及 40.29 亿元，主营业务收入增长率分别为 24.57% 及 56.20%，主营业务收入呈加速增长的趋势。2018 年至 2023 年，预计中公教育主营业务收入复合增长率为 24.51% 具有合理性。

(2) 毛利率预测的合理性

年份	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022 年 及以后
主营业务毛利率	60.22%	59.38%	59.60%	59.59%	59.57%	59.54%	59.52%	59.50%

中公教育 2015 年至 2017 年主营业务的毛利率分别为 60.22%、59.38% 和 59.60%，较为稳定，本次预测中公教育 2018 年毛利率略低于 2017 年，且预测期内毛利率逐年下降，预测较为谨慎。

(3) 期间费用率预测的合理性

年份	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022 年
----	------	------	------	-------	-------	-------	-------	--------

								及以后
销售费用率	20.64%	18.60%	20.87%	20.29%	20.33%	20.21%	20.24%	20.21%
管理费用率	27.80%	26.48%	24.24%	21.92%	21.65%	21.33%	21.01%	21.02%

预测期内，中公教育的销售费用率与报告期内基本持平，较为合理。

管理费用率 2018 年及以后年度预测较 2017 年略有下降，主要是因为中公教育营业收入增长较快，但管理费用中的人员薪酬、折旧摊销及研发费用的增长总体稳定，增长速度将明显低于营业收入的增长，且占比较大的股份支付金额固定（2020 年结束）。因此预测期的期间费用随着公司业务收入的增加逐渐增长，但费用率有所下降是合理的。

三、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：考虑到国家政策大力支持教育培训行业，非学历职业就业培训行业快速增长，中公教育已经在非学历职业就业培训行业奠定了领先的行业地位并形成了明显的竞争优势，且报告期内中公教育净利润快速增长，本次业绩承诺具有合理性。本次承诺净利润与收益法预测净利润基本一致，本次收益法预测中各项财务指标预测合理，业绩承诺具有合理性。

六、资产权属类

17、《报告书》披露，济南市中公教育培训学校、北京市海淀区中公培训学校、昆明五华中公教育培训学校为中公在线举办学校，目前正在办理转让至中公教育的手续。上述三所学校中除济南市中公教育培训学校外，其他两所学校尚未取得变更后的办学许可证。请补充说明以下事项：

(3)评估机构在对拟置入资产进行评估时是否考虑上述三所学校情况。请评估机构发表明确意见。

回复：

一、评估时已考虑上述三所学校情况

为解决同业竞争，2018 年 3 月 30 日，中公在线与中公教育签署了举办者权益转让协议，中公在线将其持有的北京市海淀区中公培训学校、济南市中公教育培训学校、昆明五华中公教育培训学校的 100%举办者权益分别转让给中公教育，通过受让前述三所学校，中公教育可以更好地在济南市、北京市海淀区和昆明五华区开展非学历职业就业培训业务，有利于中公教育未来业务的发展。在对拟置

入资产进行评估时，已考虑前述正在转让的三所学校情况。

二、核查意见

经核查，评估机构认为：在对拟置入资产进行评估时，已考虑前述正在转让至中公教育的北京市海淀区中公培训学校、济南市中公教育培训学校、昆明五华中公教育培训学校三所学校情况。

（此页为《中通诚资产评估有限公司关于深圳证券交易所〈关于对亚夏汽车股份有限公司的重组问询函〉的回复》的签章页，无正文）

资产评估师：

黄华韞

李营

中通诚资产评估有限公司

2018 年 月 日